شركة الخطوط السعودية للتموين

٢ ديسمبر ٢٠١٥

بعد الاجتماع مع إدارة الشركة، نستمر في التوصية "شراء"

الاجتماع مطمئن مع الإدارة حول نمو سهم التموين

في الأسبوع الماضي، تم الاجتماع مع إدارة شركة الخطوط السعودية للتموين لطلب التوضيح بشأن خمسة قضايا رئيسية والتي تعتبر في نظرنا عوامل ذات أهمية للمستثمرين: ١) خطط توسعة اسطول طائرات الخطوط الجوية السعودية، ٢) الفرص المتوقعة لخدمات غير "التموين الجوي"، ٣) عقد تموين جديد مع الخطوط الجوية السعودية، ٤) إمكانية إلغاء الوجبات في الرحلات الداخلية، ٥) توزيعات الأرباح. بعد الاجتماع، خرجنا بنظرة إيجابية الى حد ما والتي طمأنتنا على سهم التموين. منذ بداية العام وحتى تاريخه، بعد التصحيح الحاد، (تراجع سهم التموين بنسبة ٣٥٪، تراجعت أسهم الشركات السعودية المشابهة بنسبة ١٢٪، ارتفعت الأسهم العالمية بنسبة ٢٣٪)، على أساس مكرر الربحية لفترة الاثني عشر شهرا الماضية، بلغ الخصم في سهم التموين عن الشركات المشابهة في السعودية ٢٥٪ وعن الشركات المشابهة عالميا ٣٤٪ حيث تعتبر قريبة من الارتفاع التاريخي الذي يبدو انه لا يوجد له مبرر. بالتالي، خفضنا من توقعنا لصافي الربح خلال العامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ بنسبة ١٧٪. تتجه معادلة العوائد مقابل المخاطر للارتفاع بشكل كبير، كما نستمر في توصيتنا لسهم الشركة " شراء" مع سعر مستهدف ١٦٠ ر.س. للسهم (من ٢٣٦ ر.س. للسهم).

توسعة أسطول طائرات الخطوط الجوية السعودية بنسبة ٢٠٪ بين عام ٢٠١٥ وعام ٢٠١٨

اكدت الخطوط الجوية السعودية أوامر شراء لعدد ٥٨ طائرة بين عامي ٢٠١٥ و٢٠١٨. عموما، يتوقع إضافة ١٨ طائرة جديدة الى الاسطول عام ٢٠١٦، مقابل احتمال إيقاف تشغيل ١٨ طائرة حالية، مما يعني انه لا يوجد صافي إضافة للعام ٢٠١٦. بين عام ٢٠١٦ وعام ٢٠١٨، بينما يمكن ان تصل الإضافات الجديدة الى ٥٨ طائرة، مع احتمال التوقف عن استخدام ٣٣ طائرة، مما يعني ان صافي الإضافة ستكون ٢٥ طائرة او ٢٠٪ عن عدد الطائرات بنهاية عام ٢٠١٥.

استمرار التركيز بشكل كبير على أعمال الخدمات لغير "التموين الجوي"

تواصل الإدارة تركيزها بشكل كبير على مصادر إيرادات أخرى مثل المبيعات الجوية، صالات الفرسان، التموين الأرضي وغيرها. نتوقع نموا قويا للأعمال غير "التموين الجوي" مع معدل نمو سنوي مركب بعد المراجعة بنسبة ١٩٪ (منها ٦٪ نمو في التموين الجوي). نتيجة لذلك، فإننا نتوقع ان تتأثر الإيرادات غير "التموين الجوي" على حصة أكبر من الإيرادات تقارب ٣٣٪ من الإجمالي خلال عام ٢٠١٧ (٢٧٪ في عام ٢٠١٥). بناء على ما تقدم، بينما يمكن ان تستمر الاعمال في المطارات بتحقيق هوامش قوية نظرا لعدم وجود منافسة، تنخفض الهوامش في الاعمال التي لا تعتمد على المطار بسبب الضغوط التنافسية.

تأثير خصم الكميات في العقد مع الخطوط الجوية السعودية يمكن تجاوزه

تم تجديد عقد التموين مع الخطوط الجوية السعودية لمدة ٥ سنوات. بينما يعمل العقد الجديد ايضا على أساس التكلفة يضاف إليها هامش ربح ثابت، يعتبر خصم الكميات التغيير الوحيد عن العقد القديم. يبدأ الخصم بنسبة ١٪ من ٩٥٠ مليون ر.س. مبيعات التموين الجوي الى الخطوط الجوية السعودية ويرتفع تدريجيا الى ٢,٢٥٪ للمبيعات بقيمة ١,٥ مليار ر.س. في حين عدم تمكننا معرفة التفاصيل الخاصة بمبيعات التموين الجوي الى الخطوط الجوية السعودية، فان نسبة الخصم بين ١٪ الى ٢,٢٥٪ تعني خصم بقيمة تتراوح بين ١٠ الى ٣٤ مليون ر.س. او ما بين ١٪ الى ٥٪ من صافي ربح المتوقع خلال ٢٠١٦ و٢٠١٧، وهو مبلغ يمكن تجاوزه.

من غير المرجح الغاء وجبات الطعام للرحلات الداخلية مع وجود فرصة لإجراء بعض التعديلات

يشكل احتمال الغاء الوجبات التي تقدم في الرحلات الداخلية قلق رئيسي للمستثمرين (٣٥٪-٤٠٪ من مجموع الوجبات). مع ذلك، فإننا نعتقد أن حدوثه مستبعد. تقدم الشركة خدمات التموين الكاملة لذلك فإن أمر إلغاء الوجبات من الرحلة قد يؤثر سلبا على أسعار التذاكر مما يؤثر سلبا على هدف الشركة الأساسي في توفير التكاليف. بالإضافة الى ذلك، تخفيض التكاليف من عنصر تكلفة بسيط (تكاليف التموين على رحلات الطيران تعادل ٤٪ من ايرادات عام ٢٠١٠) لن ينتج عنه خفض كبير في التكاليف للخطوط السعودية، كما ذكرنا سابقا، من المحتمل تعديل محتويات الوجبة، وهو أمر يمكن لشركة التموين أن تتجاوزه.

من المتوقع استمرار ارتفاع مستويات الأرباح الموزعة بدعم من خلو المركز المالي من الديون وقوة التدفقات النقدية

نتوقع استمرار الأرباح عند مستويات مرتفعة نتيجة عدم وجود أي قروض مترتبة على الشركة، بالإضافة الى قوة التدفق النقدي نتيجة انخفاض المصاريف الرأسمالية في نموذج أعمال الشركة الذي لا يتطلب إنفاق رأسمالي كبير، وبسبب ارتفاع عائد الربح الموزع الى سعر السهم الجاذب للمستثمرين. خلال الفترة ما بين ٢٠١٦-٢٠١٧، من المتوقع أن تحقق الشركة أرباح بقيمة ٧٧٢ مليون ر.س. بالسنة من خلال التدفق النقدي التشغيلي، بينما نقدر المصاريف الرأسمالية بحدود ٧٨ مليون ر.س. مما يؤدي الى تدفق نقدي حر بقيمة ٦٩٤ مليون ر.س.، بالتالي إمكانية الاستمرار بدفع نسبة توزيع أرباح بمعدل ٨٩٪ ينتج عنه توزيع أرباح بحدود ٧,٠ ر.س. للسهم (عائد الربح الموزع الى سعر السهم بمعدل ٥,٨٪) لعام ٢٠١٥ مقارنة بتوزيع الربح المتوقع لعام ٢٠١٦ بحدود ٧,٢٥ ر.س. للسهم (عائد الربح الموزع الى سعر السهم بمعدل ٦,٠٪).

يعتبر التقييم منخفض مقارنة مع الشركات المشابهة في المملكة العربية السعودية ودول العالم التي تقترب من تحقيق أعلى مستوى بعد التصحيح

منذ بداية العام وحتى تاريخه، كان أداء سهم الشركة الأسوأ بين الشركات المشابهة في المملكة وعالميا، حيث تراجع سعر السهم بحدود ٣٥٪ (مقابل تراجع سعر السهم في الشركات المشابهة في قطاع الاستهلاك السعودي بحدود ١٢٪، وتقدم أداء أسهم الشركات العالمية بحدود ٢٣٪). تم تداول سهم الشركة خلال فترة الاثني عشر شهرا الماضية بخصم عن الشركات المشابهة في المملكة بحدود ٢٥٪ وعن الشركات المشابهة عالميا بحدود ٣٤٪ ليقترب من أعلى مستوياته، الأمر الذي نعتبره غير مبرر. بناء على تقديراتنا للعام ٢٠١٦، بينما يتم تداول سهم الشركة بمكرر ربحية متوقع بمقدار ١٤,٩ مرة مما يشير الى خصم بحدود ١١٪ و١٧٪ مقابل مكرر الربحية للشركات المشابهة في السعودية بمقدار ١٦,٩ مرة وعالميا بمقدار ١٨,١ مرة. عموما، قمنا بتخفيض توقعاتنا لأرباح العامين ٢٠١٦ و٢٠١٧ بحدود ١٧٪. بعد التصحيح الكبير، نعتقد أن معادلة العوائد مقابل المخاطر تتجه للارتفاع، كما نستمر في التوصية لسهم الشركة على أساس شراء مع السعر المستهدف ١٦٠ ر.س. للسهم (بدلا من ٢٣٦ ر.س. للسهم).

ملخص التوصية

التوصية	"شراء"
السعر المستهدف (ر.س.)	١٦٠
التغير (٪)	٣٣٪

بيانات السهم

سعر الإغلاق	ر.س.	١٢١,٠
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٩,٩٢٢
عدد الأسهم القائمة	مليون	٨٢
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١٩٧,٩
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١١٢,٧
التغير في السعر منذ بداية العام	٪	-٣٤,٩٪
متوسط حجم التداول اليومي - ٦ أشهر	مليون	٣٥,٨
الربح للسهم المتوقع للعام ٢٠١٥	ر.س.	٨,١٠
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	6004.SE	CATERING AB

المصدر: تداول

بنية المساهمة (٪)

شركة التموين الاستراتيجي المحدودة	٢٥٪
المؤسسة العامة للخطوط الجوية العربية	٣٦٪
الجمهور	٣٩٪

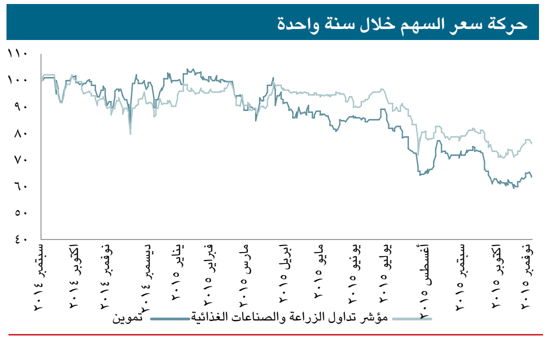
المصدر: تداول

المكررات السعرية

	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع
مكرر الربحية (x)	١٥,٤	١٤,٩
مكرر EV/EBITDA *	١٤,٠	١٣,٤
عائد توزيع الأرباح إلى السعر	٥,٨٪	٦,٠٪

المصدر: تحليل السعودي الفرنسي كابيتال، * مكرر قيمة الشركة والربح قبل الفوائد والضرائب والزكاة الاستهلاك والاطفاء

حركة سعر السهم خلال سنة واحدة



المصدر: بلومبرغ

ديبانجان راي
DipanjanRay@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

عبدالعزيز جودت
AJawdat@FransiCapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٥٦



ملخص القوائم المالية

مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر قائمة الدخل	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨	الربع الرابع ٢٠١٥ متوقع	الربع الرابع ٢٠١٤	التغير عن العام السابق	الربع الثالث ٢٠١٥	التغير عن الربع السابق
الإيرادات	١,٨٦٧	٢,١٣٦	٢,٢٦٩	٢,٤٥٤	٢,٧٥١	٪١٠	٪١٠	٥٦٥	٥٣٥	٪٦	٥٧٩	(٪٢)
الربح الإجمالي	٦٩٢	٧٧٥	٨٠٣	٨٣٩	٩٢٢	٪٨	٪٧	٢٠٧	١٨٣	٪١٣	٢٠٣	٪٢
EBITDA	٥٦١	٦٤٩	٦٨٤	٧١٧	٧٩٣	٪١٠	٪٨	١٨٢	١٦٧	٪٩	١٦٦	٪٩
EBIT	٥٤٦	٦٣٣	٦٦١	٦٩٢	٧٦٦	٪١٠	٪٨	١٧٦	١٦٥	٪٧	١٦٠	٪١٠
صافي الدخل	٥٢٤	٦٠٨	٦٤٥	٦٦٥	٧٣٩	٪١١	٪٧	١٧٠	١٦٤	٪٣	١٥٨	٪٨
الأسهم القائمة (مليون)	٨٢	٨٢	٨٢	٨٢	٨٢			٨٢	٨٢		٨٢	
ربح السهم (ر.س.)	٦,٣٩	٧,٤١	٧,٨٧	٨,١٠	٩,٠١			٢,٠٧	٢,٠١	٪٣	١,٩٢	٪٨
توزيعات الأرباح (ر.س.)	٥,٥٠	٦,٧٥	٧,٠٠	٧,٢٥	٨,٠٠			١,٧٥	١,٧٥	٪٠	١,٧٥	٪٠

مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر قائمة المركز المالي	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٢-٢٠١٥	معدل النمو السنوي المركب ٢٠١٥-٢٠١٨
النقد ومافي حكمه	٨٩٣	٦٧٧	٤٣٢	٥٨١	٦١١		
المستحقات	٤١٣	٥٥٠	٧٦٤	٦٨٩	٧٢٩		
المخزون	٧٧	٨٧	٩٣	١٠١	١١٣		
أصول متداولة أخرى	٦٨	١٥٤	١٣٤	١٠٠	١٠٠		
الأصول المتداولة	١,٤٥١	١,٤٦٨	١,٤٢٤	١,٤٧١	١,٥٥٣	(٪١)	٪٤
ممتلكات واجهزة ومعدات	٩٨	١٩١	٤٤١	٤٨٩	٥٤٥		
الاستثمارات	١٤٠	١٥٠	٥٠	٥٠	٥٠		
اجمالي الأصول	١,٦٨٩	١,٨٠٩	١,٩١٥	٢,٠١٠	٢,١٤٨	٪٦	٪٦
حسابات دائنة	١٤٦	١٧٥	١٩٩	٢١٤	٢٣٩		
مطلوبات متداولة أخرى	٣	١٩٧	٣٦	٤٥	٥٦		
المطلوبات المتداولة	١٤٩	٣٧٢	٢٣٥	٢٥٩	٢٩٥	٪٢٦	٪١٢
استحقاقات الموظفين	١١٢	١١٧	١١٧	١١٧	١١٧		
مطلوبات غير متداولة أخرى	٠	٧	٧	٧	٧		
اجمالي المطلوبات	١١٢	١٢٤	١٢٤	١٢٤	١٢٤	٪٥	٪٠
اجمالي حقوق الملكية	١,١٥٩	١,٢٢٦	١,٣٠٧	١,٣٨٧	١,٥٠١	٪٦	٪٧
اجمالي المطلوبات و حقوق الملكية	١,٦٨٩	١,٨٠٩	١,٩١٥	٢,٠١٠	٢,١٤٨	٪٦	٪٦

مليون ريال سعودي، كما في نهاية ٣١ ديسمبر قائمة التدفق النقدي	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
التدفق النقدي من أنشطة التشغيل+تغير رأس المال العامل	٥٠٠	٤٨٧	٤٩١	٨٠٧	٧٣٨
المصاريف الرأسمالية	٢٤-	١١٢-	٢٧٢-	٧٤-	٨٣-
التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية	٤٧٧	٣٧٥	٢١٩	٧٣٣	٦٥٥
التدفق النقدي بعد الأنشطة الاستثمارية	٣٣٨	٣٧٨	٣١٩	٧٣٣	٦٥٥
توزيعات الأرباح	٤٢٤-	٥٤٠-	٥٦٤-	٥٨٤-	٦٢٥-
سداد القروض/ القروض الجديدة	٠	٠	٠	٠	٠
أخرى	٤٣-	٤٤-	٠	٠	٠
صافي التدفق النقدي	١٢٩-	٢٠٦-	٢٤٥-	١٤٩	٣٠

النمو (عن الفترة المماثلة من العام السابق)	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
المبيعات	٪١٤	٪٦	٪٨	٪١٢
EBITDA	٪١٦	٪٥	٪٥	٪١١
EBIT	٪١٦	٪٥	٪٥	٪١١
صافي الدخل	٪١٦	٪٦	٪٣	٪١١
ربح السهم	٪٢٣	٪٤	٪٤	٪١٠

الهوامش	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
الهامش الإجمالي	٪٣٦	٪٣٥	٪٣٤	٪٣٤
هامش EBIT	٪٣٠	٪٢٩	٪٢٨	٪٢٨
هامش EBITDA	٪٣٠	٪٣٠	٪٢٩	٪٢٩
صافي الهامش	٪٢٨	٪٢٨	٪٢٧	٪٢٧

تقييم المكررات الربحية	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
مكرر الربحية	٢٣,٤	١٥,٥	١٥,١	١٣,٥
مكرر قيمة الشركة/EBITDA	٢٠,٦	١٤,١	١٣,٥	١٢,٢
السعر/المبيعات	٦,٦	٤,٤	٤,١	٣,٦
السعر/القيمة الدفترية	١١,٦	٧,٧	٧,٢	٦,٧
عائد الربح الموزع الى سعر السهم	٪٣,٩	٪٥,٧	٪٥,٩	٪٦,٦

النسب	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع	٢٠١٧ متوقع
صافي القروض/حقوق الملكية	(٪٥٥)	(٪٣٣)	(٪٤٢)	(٪٤١)
صافي القروض/EBITDA	١,٠-	٠,٦-	٠,٨-	٠,٨-
العائد على حقوق الملكية	٪٥٠	٪٤٩	٪٤٨	٪٤٩
العائد على الأصول	٪٣٤	٪٣٤	٪٣٣	٪٣٤
التدفق النقدي من أنشطة التشغيل/ EBITDA	٪٥٨	٪٣٢	٪١٠٢	٪٨٣
نسبة توزيع الربح	٪٩١	٪٨٩	٪٨٩	٪٨٩
رأس المال العامل/المبيعات	٪١٦	٪٢٣	٪١٦	٪١٥

المصدر: الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

إطار العمل بالتوصيات

شراء
توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa



اخلاء المسؤولية

تــم اعــداد هذا التقرير من قبل شركة الســعودي الفرنسي كابيتال، شركة اســتثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاســتثمارية، ادارة الأصول، الوســاطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمــد هــذا التقرير على المعلومات المتاحة للعمــوم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمهــا كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجــب الاتكال عليها كمعلومات متكاملــة أو دقيقــة. وعليــه، لا نقدم أو نضمــن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول عــلى عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومــات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاســتثمار لطبيعة المســتثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شــخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة الســعودي الفرنسي كابيتال بشــدة أي مســتثمر محتمل أن يطلب إرشــاد قانوني، محاســبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاســتثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات اســتثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يتعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاســتثمار الى رســوم على الاســتثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض